

0-492809

На правах рукописи

РЕБРОВ Роман Андреевич

**ФИНАНСОВЫЕ АСПЕКТЫ СЛИЯНИЙ И
ПОГЛОЩЕНИЙ ХОЗЯЙСТВУЮЩИХ
СУБЪЕКТОВ В РОССИИ**

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

Автореферат
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Саратов - 2009



Работа выполнена на кафедре финансов Саратовского государственного социально-экономического университета.

Научный руководитель - канд. экон. наук, доцент
Романенко Ольга Анатольевна

Официальные оппоненты - д-р экон. наук, профессор
Ильина Лариса Владимировна
- канд. экон. наук, доцент
Жулина Елена Геннадьевна

Ведущая организация - Оренбургский государственный университет.

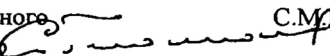
Защита состоится 26 июня 2009 года в 13⁰⁰ час. на заседании диссертационного совета Д 212.241.03 при Саратовском государственном социально-экономическом университете по адресу:

410003, Саратов, Радищева, 89, Саратовский государственный социально-экономический университет, ауд. 843.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке университета.

Автореферат разослан 26 мая 2009 года.



Ученый секретарь диссертационного совета, д-р экон. наук, профессор  С.М. Богомолов

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

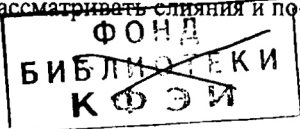
Актуальность темы исследования. Проблемы слияний и поглощений являются одними из наиболее актуальных в контексте консолидации и реорганизации корпоративного сектора экономики. Его ведущая роль признается западными и российскими исследователями. Причинами такой значимости являются сосредоточение и интеграция огромных капиталов различной природы в холдинговых структурах.

Современная экономика России претерпевает транзитивные преобразования, стабильность и эффективность ее функционирования непосредственно зависят от успешности функционирования корпоративного сектора. Потенциал данного сектора в условиях нестабильности и глобального экономического кризиса способен оказывать благоприятное воздействие на состояние всей экономики в целом.

Кроме того, функционирование России в условиях развития рыночной экономики и глобализации приводят к тому, что большинство мировых процессов, которые имели место в развитых странах, в настоящее время происходят и в России, но гораздо быстрее и со своими специфическими особенностями. Слияния и поглощения как раз являются таким характерным процессом для рыночной экономики, теория и практика осуществления которого не имели права на существование в России до недавнего времени. Менее чем за 15 лет становления рыночных отношений в России, слияния и поглощения стали достаточно практикуемой и популярной стратегией развития компаний.

В современной рыночной экономике процессы слияния и поглощения предприятий представляются закономерным явлением, которые вызывают научный и общественный интерес. Одни экономисты видят в них одно из важнейших проявлений рыночной дисциплины. Другие подчеркивают, что слияния и поглощения нередко сопровождаются усилением рыночной власти фирм. Все это вызывает многочисленные споры о роли сделок на рынке корпоративного контроля в современной экономике и дискуссии относительно оптимальных форм регулирования указанных процессов. Перед отечественной экономической наукой стоит задача комплексного исследования вышеуказанных проблем, охватывающих не только разработку общей концепции и форм слияний и поглощений, но и конкретные программы действий компаний, реализующих более эффективную стратегию финансово-экономического развития.

Для объективности исследования процессов на рынке корпоративного контроля нельзя оставлять без внимания финансовые основы интеграций и финансовые измерители их результативности. Для того чтобы понять истинные побудительные мотивы слияний и поглощений, их внутренние движущие силы, механизмы и саму природу этих явлений необходимо рассматривать слияния и поглощения с позиции теории финансов.



На наш взгляд, финансовая деятельность фирмы и движение ее финансовых ресурсов должны стать приоритетными направлениями исследований процессов слияний и поглощений. Финансовые показатели и финансовые решения являются центральным моментом развития фирмы, результативности ее деятельности. Внешний рост фирмы необходимо рассматривать во взаимосвязи с изменениями прибыли, издержек, инвестиционных возможностей и возможностей по привлечению капитала, а также в контексте вопросов оценки эффективности объединения фирм.

Степень разработанности проблемы. Отдельные аспекты финансовых отношений, возникающих в процессе слияний и поглощений хозяйствующих субъектов, были предметом обсуждения как западных, так и российских ученых. Активное объединение предприятий в холдинги и ассоциации, формирование новых финансово-промышленных групп, приобретение крупными компаниями контрольных пакетов акций ранее независимых предприятий стимулируют процесс изучения различных проблем интеграции. Однако основная часть работ западных экономистов в этой области представляет собой анализ феномена интеграции с позиций общей экономической теории. Работы в области финансового менеджмента затрагивают только некоторые проблемы осуществления слияний и поглощений, прежде всего, вопросы корпоративного контроля, то есть распределения акционерного капитала между собственниками, а также изменения стоимости компаний в результате слияний и поглощений. Эти вопросы нашли отражение в работах таких зарубежных авторов как Брейли Р., Бригхем Ю., Ван Хорн Дж., Гапенски Л., Доббинс Р., Келлер Т., Кох Р., Майерс С., Паркинсон К., Паукок М., Тейлор А., Уильямсон О.

Исследованию процессов слияний и поглощений в России посвящены труды таких отечественных экономистов как Винслав Ю., Гвардин С., Деметьев В., Львов Ю., Малентьев А., Плотников В., Радыгин А., Рудык Н., Симачев Ю., Хмыз О., Энтов Р. Работы этих авторов посвящены изучению институциональных особенностей российской экономики, обуславливающих активные интеграционные процессы, проблем замены ценовой координации рынка иерархической организацией, а также возможностей и особенностей консолидированного бухгалтерского учета в интегрированных структурах, практических аспектов деятельности корпоративных групп и холдингов. В то же время в экономической литературе отсутствуют серьезные теоретические и методологические разработки, комплексно раскрывающие причины слияний и поглощений, финансовые возможности и финансовые взаимосвязи в корпоративных структурах.

Актуальность темы, недостаточная степень ее научной разработки и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Цель диссертационного исследования. Основной целью диссертационного исследования является выявление особенностей финансовых отношений, опосредующих процесс слияний и поглощений, и разработка на этой основе рекомендаций по финансовым проблемам слияний и поглощений, включающих вы-

бор источников финансирования и оценку эффективности инвестиционного проекта.

Задачи исследования. В соответствии с целью диссертационного исследования автором поставлены следующие задачи теоретического и прикладного характера:

на основе критического анализа альтернативных теоретических школ комплексно раскрыть экономическое содержание понятия "слияния и поглощения", определить основные формы и виды слияний;

проанализировать мотивы слияний и поглощений с позиций существующих теорий и концепций финансового менеджмента;

выделить периоды, в рамках которых процессы слияний и поглощений в реформенной России характеризовались определенными особенностями;

изучить и дополнить состав источников финансирования слияний и поглощений в рамках собственного и заемного капитала компании;

исследовать проблему выбора структуры капитала слияний и поглощений и разработать методику выбора финансового обеспечения этих сделок;

определить области применения существующих методов оценки слияний и разработать рекомендации по выбору хозяйствующими субъектами адекватного метода;

разработать модель определения максимальной цены слияний и поглощений.

Предметом исследования в диссертационной работе является система финансовых отношений, возникающих в процессе слияний и поглощений субъектов хозяйствования в России.

Объектом исследования являются организационные структуры, возникающие в процессе интеграции российских экономических субъектов.

Теоретической и методологической основой проводимого диссертационного исследования является теория финансов в части теории финансового менеджмента, а также теория корпоративного контроля, теория фирмы, теория организации промышленности в части вертикальной и горизонтальной интеграции, трансакционных затрат и вертикальных контрактных отношений. В процессе исследования использовались следующие общенаучные методы: абстракции, моделирования, анализа, синтеза, группировки и сравнения. При разработке алгоритма выбора метода оценки слияний использовались методы финансовой математики, экспертных оценок. При разработке бюджета источников финансирования использовался балансовый метод. Эмпирический материал обработан методами экономической статистики.

Информационной базой работы послужили законодательные акты и нормативные документы государственных органов власти и управления Российской Федерации, инструктивные материалы Федеральной антимонопольной службы, Министерства экономического развития, данные Федеральной службы государственной статистики, материалы Института экономики переходного периода, Финансовой академии при Правительстве РФ, Международного института экономики и права, материалы научно-практических конференций и семинаров;

обзорные, справочные данные и результаты исследований отечественных и зарубежных специалистов, опубликованные в периодической печати и сети Интернет, технико-экономические и финансовые показатели деятельности холдинговых групп, а также собственные расчеты автора.

Наиболее важные научные результаты диссертационного исследования заключаются в следующем:

- раскрыто понятие и дано авторское определение процесса экономического слияния (поглощения) в широком смысле как перехода уровня контроля над материальными, финансовыми и информационными потоками от одного собственника к другому в результате сделок на рынке корпоративного контроля, причем юридическое оформление процесса слияния не обязательно;

- уточнены и дополнены существующие критерии классификации слияний и поглощений: по степени оформления сделки (юридическое и фактическое слияние), по источникам финансирования (собственный и заемный капитал), по технике выкупа (внутренний и внешний выкупы);

- расширена классификация основных механизмов слияний и поглощений: внутренние выкупы (внутренние управляющие, управляющие и работники, работники, акционеры), внешние выкупы (внешние управляющие, внешние инвесторы, государство);

- на основе анализа взглядов различных теоретических школ на мотивы слияний и поглощений представлена их авторская группировка;

- осуществлена периодизация процессов слияний и поглощений в пореформенной России и выявлены финансово-организационные особенности каждого периода;

- систематизированы основные элементы источников финансирования слияний и поглощений и раскрыты особенности использования каждого элемента собственного и заемного капитала;

- разработана методика выбора источников финансирования при осуществлении слияний и поглощений;

- разработан алгоритм выбора хозяйствующими субъектами метода оценки слияний в зависимости от дивидендной политики предприятия, типа интеграции, имеющейся информации, открытости компаний для фондового рынка и их конкурентоспособности на мировом рынке;

- предложена поэтапная финансовая модель (методика) определения максимальной цены при принятии решений о слиянии и поглощении.

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость диссертационной работы состоит в комплексном исследовании финансовых основ слияния хозяйствующих субъектов, определении финансовых мотивов и результатов интеграции. Конкретно это выразилось в раскрытии специфики финансовых аспектов сделок на рынке корпоративного контроля; систематизации, дополнении, уточнении и сведении в единый комплекс финансовых основ процессов слияний и поглощений в современной России.

Практическая значимость исследования заключается в том, что полученные выводы и предложенные методические рекомендации позволят финансовым

менеджерам повысить обоснованность принятия управленческих решений в отношении процессов слияний и поглощений. В работе предлагаются конкретные методики при выборе источников финансирования сделки, методов оценки слияния и определения максимальной цены за поглощаемую компанию.

Апробация работы. Основные положения диссертации обсуждены и получили апробацию в тезисах, статьях и выступлениях на научных конференциях, проходивших: в Саратовском государственном социально-экономическом университете по итогам НИР (Саратов, 2007-2009 гг.); на межвузовской научно-практической конференции "Реализация финансовой, банковской и таможенной политики: современные проблемы экономики и права" (Саратов 2008 г.); на региональной научно-практической конференции молодых ученых "Экономический кризис в России в начале XXI века: проблемы и пути преодоления" (Саратов, 2009 г.).

Наиболее существенные положения и результаты исследования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 3,1 печ.л.

Предлагаемые автором практические рекомендации по выбору источника финансирования нашли применение в деятельности ЗАО "Тролза". Выполненные научные разработки также используются в учебном процессе кафедрой финансов при преподавании учебных курсов "Финансовый менеджмент", "Финансы предприятий (организаций)" и "Рынок ценных бумаг" для студентов, обучающихся по специальности "Финансы и кредит".

Объем и структура работы. Работа имеет следующую структуру, определенную логикой анализа взаимосвязанных аспектов изучаемого предмета и совокупностью решаемых задач:

Введение

Глава 1. Теоретические основы и особенности слияний и поглощений компаний

1.1. Экономическое содержание процессов слияний и поглощений

1.2. Теоретический анализ мотивов слияний и поглощений

1.3. Тенденции и особенности слияний и поглощений в России

Глава 2. Финансовое обеспечение слияний и поглощений

2.1. Собственный капитал компании как источник финансирования слияний и поглощений

2.2. Финансирование слияний и поглощений за счет заемного капитала

2.3. Проблема выбора источников финансирования слияний и поглощений

Глава 3. Оценка стоимости и эффективности слияний и поглощений

3.1. Основные методы оценки стоимости слияний и поглощений

3.2. Модель определения максимальной цены слияний и поглощений

Заключение

Библиографический список литературы

Приложения

Список использованной литературы содержит 155 источников. В работе 2 приложения, 4 таблицы и 7 рисунков. Объем диссертации составляет 180 страниц.

ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Диссертационное исследование проводилось в разрезе трех логически взаимосвязанных групп проблем: экономическое содержание процессов слияний и поглощений и их особенности в России, источники финансирования слияний и поглощений, оценка стоимости и эффективности слияний и поглощений.

Первая группа проблем связана с исследованием специфики рынка корпоративного контроля, проводится тщательный анализ теоретических основ и тенденций слияний и поглощений компаний.

Автор дает трактовку понятия "слияния и поглощения" в широком и узком смысле. В российской практике часто встречаются случаи, когда происходит реструктуризация фирмы как объекта собственности ее владельцев. В этом случае осуществляется передача прав собственности от акционеров одного юридического лица акционерам другого юридического лица, и эта реструктуризация не всегда сопровождается реорганизацией в соответствии с Гражданским кодексом. Происходящая смена собственников отражается, прежде всего, на уровне контроля над фирмой, который проявляется в контроле над финансовыми потоками и производственной деятельностью. То есть, по сути, происходит слияние с экономической точки зрения, но не юридической. Возникающее противоречие может быть выгодно для владельцев, но не выгодно для общества в целом. Таким образом, процесс экономического слияния в широком смысле представляет собой переход и концентрацию контроля над материальными, финансовыми и информационными потоками на рынке корпоративного контроля от одного собственника к другому, причем процесс слияния не обязательно оформлен юридически.

Под слиянием в узком смысле автор понимает финансовую сделку, в результате которой происходит объединение двух или более корпораций в одну, что сопровождается конвертацией акций сливающихся корпораций, сохранением состава собственников и их прав. Слияние представляет собой соглашение, заключаемое между группами менеджмента корпорации-покупателя и корпорации-цели относительно продажи последней. Менеджеры корпорации-цели вступают в переговоры относительно проведения слияния только после одобрения факта переговоров у своего совета директоров и акционеров. Таким образом, слияние - это, прежде всего, контракт между группами менеджеров двух компаний, условия которого вырабатываются в переговорном процессе, причем менеджеры корпорации-цели выступают на этих переговорах, как агенты акционеров. С организационной точки зрения слияние - это объединение двух компаний, в результате которого одна из них сохраняется как юридическое лицо. Кроме того, слияние может быть с образованием нового юридического лица и сообразованием дочерней компании.

В свою очередь, под поглощением автор предлагает понимать оплаченную сделку, в результате проведения которой происходит переход прав собственности на корпорацию, чаще всего сопровождающийся заменой менеджмента куп-

ленной корпорации и изменением ее финансовой и производственной политики. В сделке участвуют две стороны: корпорация-покупатель и корпорация-цель. Поглощение происходит, когда одна компания становится основным собственником и приобретает контроль над другой компанией, ее дочерней фирмой или отдельными активами, например производственным предприятием. Так же поглощение может предполагать такую покупку активов или акций другой фирмы, в результате которой фирма-цель продолжит свое существование в качестве дочерней фирмы компании-покупателя.

Исходя из представлений слияний в широком смысле, автор предлагает расширить существующие классификации слияний и поглощений, что позволит более полно и объективно исследовать процессы, происходящие на рынке корпоративного контроля. Авторская классификация представлена на рис. 1.

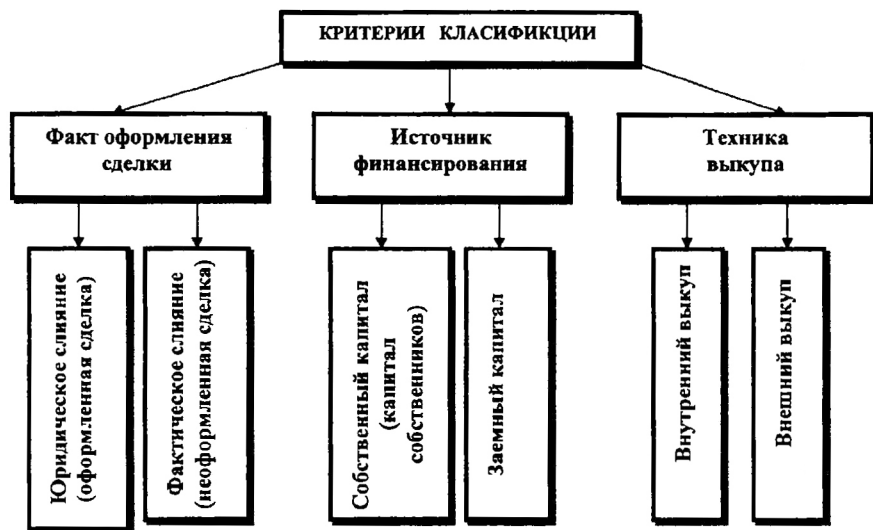


Рис. 1. Классификация слияний и поглощений

Техника выкупа компании предполагает, что в зависимости от того, кто осуществляет приобретение компании, выделяют внешние и внутренние по отношению к компании выкупы предприятия. В зависимости от того, кто осуществляет приобретение, различаются стратегии, цели, методы поглощения. Таким образом, такое различие является весьма существенным. Формы техники выкупа представлены на рис. 2.

Выкуп компании государством достаточно специфичен и используется в кризисных ситуациях. В настоящее время, в период экономического кризиса в регионах и столице России все чаще звучат предложения о продаже долей в уставном капитале стратегически важных для страны и регионов компаний и предприятий государству. И такие антикризисные меры уже проводятся. Например, акционеры тамбовских предприятий ОАО "Моршанская мануфактура",

ОАО "Котовский лакокрасочный завод" готовы не просто продать свои акции, а безвозмездно передать в пользу государственных компаний пакеты акций, рыночная стоимость которых составляет не одну сотню миллионов рублей. Усиление участия государства в бизнесе - одна из самых эффективных антикризисных мер сегодня.

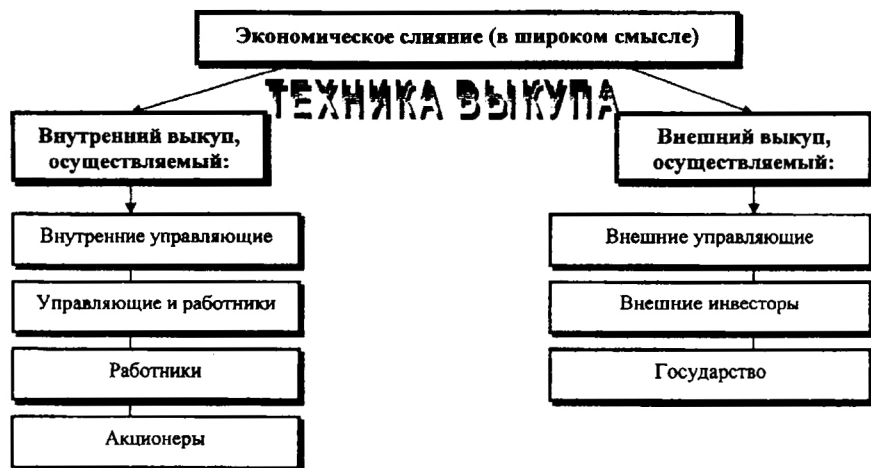


Рис. 2. Формы техники выкупа при осуществлении экономических слияний

На протяжении многих лет ученые и практики рынка корпоративного контроля пытаются понять мотивы, движущие корпорациями, активно использующими в своей деятельности стратегии слияний и поглощений. Такие авторы, как Ю. Бригхем и Л. Гапенски, Р. Брейли и С. Майерс, Р. Доббинс и К. Паркинсон, Д. Хэй и Д. Моррис, Ф.М. Шерер и Д. Росс, Д. Депаμφилис и другие описывали мотивы слияний и поглощений, представляя свое видение процессов на рынке корпоративного контроля. Существует множество теорий, объясняющих слияния и поглощения какой-то одной причиной. На самом деле, в большинстве случаев таких причин бывает несколько. Далее, логично и последовательно раскрывая задачи диссертационного исследования, автором рассматриваются мотивы слияний и поглощений с позиций различных теоретических школ. Авторский взгляд на группировку мотивов слияний и поглощений представлен в таблице 1.

Таблица 1. Основные теории, объясняющие причины слияний и поглощений

Теоретические основания	Мотивы слияний и поглощений
Операционная синергия <ul style="list-style-type: none"> • Экономия за счет масштаба • Экономия за счет охвата 	Повысить эффективность, получив экономию за счет масштабов или охвата путем поглощения заказчика, поставщика, конкурента
Финансовая синергия	Снизить затраты на капитал, стабилизировав денежный поток, получив финансовую экономию за счет масштабов, а также обеспечив лучшую увязку инвестиционных возможностей с внутренними денежными потоками
Диверсификация <ul style="list-style-type: none"> • Новые продукты • Новые рынки • Новый бизнес 	Обновить ассортимент выпускаемой продукции, выйти на более перспективные рынки или снизить риски путем возможности получения прибыли в другой отрасли (бизнесе)
Рыночная власть	Увеличить свою рыночную долю, чтобы получить возможность устанавливать и поддерживать более высокие цены
Информационная асимметрия	Возможность покупки компании по цене ниже чем ее фактическая стоимость
Недооцененные активы	Выгодно приобрести активы, если купить компании, у которых эти активы дешевле, чем создать эти активы
Проблема агентских отношений	Заменить некомпетентных управляющих или действующих вразрез с интересами собственников
Личные мотивы управляющих (теория гордыни)	Управляющие стремятся к укрупнению своей компании в надежде с одновременным повышением собственного статуса и доходов
Налоговая экономия	Задействовать неиспользованные чистые операционные убытки и налоговые кредиты, списать активы и платить меньше налогов
Корректировка стратегии <ul style="list-style-type: none"> • Технический прогресс • Изменения в политике и нормах регулирования 	Быстрее приобрести возможности, необходимые в новых условиях
Снижение транзакционных затрат	Возможность снизить затраты по поиску контрагентов, ведению переговоров, заключению контрактов
Спекулятивный мотив	Возможность продавать акции новых компаний по цене, намного превышающей их истинную (экономическую) ценность
Альтернативные затраты	Возможность получить при слиянии большие доходы, чем при альтернативном инвестировании свободных или доступных средств

Процессы слияний и поглощений на рынке корпоративного контроля в России развиваются достаточно интенсивно. Об этом свидетельствуют обобщенные данные статистического обследования (табл. 2).

**Таблица 2. Данные по сделкам М&А с участием российских компаний
за 2004-2008 гг., млн. долл.**

Отрасли	Итоги за 2005 г.		Итоги за 2006 г.		Итоги за 2007 г.		Итоги за 2008 г.	
	Число сделок	Сумма сделок	Число сделок	Сумма сделок	Число сделок	Сумма сделок	Число сделок	Сумма сделок
Финансы	28	1 512,0	37	2 658,0	53	7 137,0	54	22 211,3
Электроэнергетика	2	173,0	4	489,7	24	18 305,0	41	9 533,8
Пищевая	42	1 490,1	44	1 401,9	52	4 488,0	35	7 506,2
Нефтегазовая	22	17 438,0	27	8 428,5	46	43 216,00	22	7 321,9
Металлургия	16	1 554,5	20	15 866,0	22	6 169,0	18	7 038,9
Телекоммуникации	19	735,2	27	2 008,8	30	7 468,0	29	4 656,7
Ритейл	27	630,0	39	2 697,9	41	4 688,0	21	3 855,0
Строительство и недвижимость	14	1 537,0	24	1 682,7	29	3 234,7	33	3 530,1
Горнорудная	8	2 537,7	11	1 714,5	25	9 849,0	18	2 984,60
Химическая	15	1 106,7	9	283,6	20	4 347,0	16	2 201,8
Машиностроение	26	1 231,8	20	511,1	32	2 725,0	17	1 858,2
Транспорт	4	225,0	14	927,7	19	1 660,0	15	1 675,7
Прочее	18	1 224,5	30	1 502,8	41	5 577,6	19	934,6
СМИ	15	419,0	27	1 442,5	23	2 150,0	17	874,2
Гостиничный бизнес, досуг, туризм	10	579,7	8	293,8	21	807,0	8	763,7
Информационные технологии	7	88,0	3	367,0	8	341,7	17	609,8
ИТОГО	273	32 482,2	344	42 276,5	486	122 163,0	380	77 556,5

Национальный и международный рынок слияний и поглощений (М&А) стали весьма привлекательными для российского капитала. 2008 год стал рекордным по количеству объявленных сделок, в связи с чем можно говорить о новой волне интеграционных процессов, качественно отличающейся от предыдущей. Емкость российского рынка М&А в 2007 году составляла 122,16 млрд. долл., а в 2008 году уменьшилась на 36,5% и составила 77,55 млрд. долл. Подводя итоги года, можно констатировать, что количество сделок М&А с участием российских компаний, в 2008 году, по сравнению с 2007 уменьшилось почти на 100 (с 486 до 380), а соотношение показателя объема рынка М&А к ВВП России в 2007 году составил более 10% - рост в 2,2 раза по сравнению с 2006 годом (в 2006 году - 4,5%, 2005 году - 4,3%). В 2008 году этот показатель составил около 7%.

Осуществив анализ процессов слияний и поглощений в России в период с середины 1993 года по настоящее время автор выделил шесть периодов, и представил специфические особенности каждого из них (табл.3).

Таблица 3. Периоды и особенности слияний и поглощений в России

Период	Особенности
Первый (пост приватизационный) - с середины 90-х гг. до кризиса 1998 года	Единичные попытки использования классических методов слияний и поглощений. Именно этот период наиболее широко характеризуется "поглощениями через приватизацию".
Второй период (пост кризисный) - с середины 1998г. до середины 1999 г.	Попытка предприятий улучшить финансовое положение за счет сброса акций, сократить издержки или продать подразделения, которые требовали значительных ресурсов. Многие коммерческие банки и финансовые группы, оказавшись на грани банкротства, рассматривали возможность расчета по своим обязательствам за счет переуступки принадлежащих им пакетов акций в реальном секторе или попыток уступки неликвидных пакетов.
Третий период (реорганизационный "подъем") - с середины 1999 года до 2002 года.	Существенная активизация процессов поглощений в тех отраслях, где это требует значительной концентрации финансовых ресурсов. Акцент в политике поглощений на те компании, которые сравнительно дешевы в конкретный момент времени. Высокая степень рационализации этих процессов. Возможности увеличения числа международных слияний и поглощений, связанного с низкой стоимостью и финансовыми проблемами российских компаний в условиях финансового кризиса. Появление благоприятных общепромышленных стимулов для упорядочивания структуры акционерного капитала.
Четвертый (реорганизационный "спад") - с 2002 года по 2003.	Характерно некоторое снижение темпов экспансии сложившихся групп, завершение процессов консолидации и наметившийся переход к реструктуризации групп и юридической реорганизации (прежде всего легализация аморфных холдингов и групп).
Пятый этап (предкризисная волна) - 2004 г. по 2007 год	Наибольшее число предложений о продаже прибыльного бизнеса в 2004 году поступило из сферы торговли, возросла активность собственников торговых сетей и отдельных супермаркетов. В 2005-2006 гг. сохраняются тенденции, влиявшие на развитие рынка готового бизнеса в 2004 году. Первая тенденция - рост интереса инвесторов к эффективному бизнесу. Вторая значимая тенденция - рост стоимости бизнеса, обусловленная, с одной стороны, увеличением числа предложений о продаже средних компаний, с другой - снижением риска инвестиций. Третья базовая тенденция в этот период - увеличение продолжительности сделок.
Шестой этап (уменьшение слияний и поглощений под влиянием мирового финансового кризиса) - с 2008 года по настоящее время.	С начала 2008 года ситуация на мировом финансовом рынке начала претерпевать радикальные негативные изменения. Кризис ликвидности, переросший затем в полномасштабный глобальный финансовый кризис непосредственно отразился на активности сделок по слиянию и поглощению, однако сделки будут проходить в любом случае, но в более скромных масштабах. Пострадавшие от кризиса компании становятся заманчивым объектом для поглощения, когда сделку можно провести за более скромную сумму.

Вторая группа исследуемых проблем связана с систематизацией, дополнением, уточнением возможных источников финансирования и решением проблем их выбора при слиянии и поглощении.

Автором систематизированы основные элементы источников финансирования слияний и поглощений за счет собственного и заемного капитала и раскрыты особенности использования каждого элемента. Рассматривая основные элементы собственного капитала при финансировании сделок по слияниям и поглощениям необходимо обратить внимание на специфику понятия "собственный капитал". Это, прежде всего, условный термин, обозначающий долю собственников в общей сумме источников финансирования или, в общей сумме активов фирмы. Так, например, с позиции расчета стоимости капитала целесообразно выделять три представления источников собственного капитала: долевой капитал в виде привилегированных акций, долевой капитал в виде обыкновенных акций, реинvestированную прибыль.

К заемным средствам, с помощью которых можно осуществить слияние и поглощение относятся: кредиты, выпуск облигаций и выпуск векселей. В работе подробно рассмотрены все виды заемного финансирования, выделены их характерные особенности при слияниях и поглощениях. Кредит является самым распространенным способом привлечения финансирования. Недостаток кредита - необходимость залога, стоимость которого должна превышать получаемую сумму в 1,5-2 раза. Банк обычно низко оценивает стоимость имущества, а в случае невыполнения обязательств, стремится быстрее его реализовать и осуществляет продажу по низкой цене.

Финансирование слияний и поглощений с помощью заемного капитала может осуществляться в виде выпуска облигаций. Рынок корпоративного контроля постепенно становится более цивилизованным и открытым, и все больше компаний начинают заявлять о намерении выпустить облигации именно для финансирования предстоящих поглощений.

В случае, если компания избирает слияния и поглощения в качестве своей стратегии развития, возможно использование векселей в рамках долгосрочной программы привлечения финансирования. Последующие шаги будет проще осуществить, так как по мере успешной реализации вексельных программ компания приобретает кредитную историю, и ей будет легче привлечь более длинные деньги.

Автором разработана методика выбора источников финансирования при осуществлении слияний и поглощений. Для финансирования слияний и поглощений могут привлекаться различные источники, а их привлечение связано для компании с определенными затратами, то есть источник средств не бесплатен, поэтому к нему применимо понятие "стоимость источника".

Авторская методика выбора источников финансирования предложенная для компании, решающей вопрос о слиянии или поглощении, включает последовательные шаги: 1) определение состава элементов собственного капитала; 2) определение состава элементов заемного капитала; 3) выявление стоимости каждого элемента; 4) расчет эффекта финансового рычага; 5) определение средневзвешенной стоимости капитала; 6) составление бюджета источников.

С позиции расчета стоимости капитала автор выделяет три представления источников собственного капитала: долевой капитал в виде привилегированных

акций, долевого капитал в виде обыкновенных акций, реинвестированная прибыль. Стоимость источника "Долевой капитал в виде привилегированных акций" рассчитывается по формуле:

$$P_0 = D : r_p \quad (1)$$

где: P_0 - текущая цена привилегированной акции; D - ожидаемый размер дивиденда; r_p - текущая требуемая доходность.

Стоимость источника "Долевой капитал в виде обыкновенных акций" можно рассчитать с гораздо большей условностью, но наибольшее распространение получила модель Гордона:

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g, \quad (2)$$

где: D_1 - первый ожидаемый дивиденд; P_0 - рыночная цена акций на момент оценки; g - заявленный темп прироста дивидендов.

В отношении обыкновенных акций определение стоимости капитала имеет особое значение, когда планируется выпуск новых акций. В случае слияния или поглощения у компании может не хватить реинвестируемой прибыли для обеспечения финансирования сделки, и она прибегает к механизму новой эмиссии обыкновенных акций. При дополнительной эмиссии обыкновенных акций чистые поступления равны $P_0(1-F)$, где F - уровень затрат на размещение, выраженный в долях единиц. Цена источника "обыкновенные акции нового выпуска" k_e может быть рассчитана с помощью модели DCF с постоянным темпом роста.

Отложенная к выплате прибыль может иметь значительный удельный вес в общей сумме источников собственных средств. Стоимость источника "Реинвестированная прибыль примерно равна стоимости источника средств "Долевой капитал в виде обыкновенных акций".

Основными элементами заемного капитала, с помощью которых может быть профинансирована сделка поглощения, являются банковские кредиты, выпущенные фирмой облигации и векселя. Стоимость первого элемента должна рассматриваться с учетом налога на прибыль, поэтому стоимость единицы такого источника меньше чем уплачиваемый банку процент.

$$k_{bc} = r_{bc} (1 - r_t), \quad (3)$$

где: r_{bc} - процентная ставка по кредиту; r_t - ставка налога на прибыль.

Стоимость облигации равна текущей рыночной стоимости суммы будущих потоков денежных средств по данной облигации. Владея облигацией, держатель ежегодно получает фиксированную сумму денежных платежей C . Кроме того, по окончании срока ему возвращается номинальная стоимость облигации M . Стоимость такой облигации будет равна сумме дисконтированных денежных потоков ежегодных платежей и основной суммы долга:

$$V_0 = C \cdot \sum_{i=1}^n \frac{1}{(1+r)^i} + \frac{M}{(1+r)^n}, \quad (4)$$

где: V_0 - текущая (приведенная) стоимость облигации; r - среднерыночная доходность облигаций; n - число лет до погашения облигации; i - год.

Компания может финансировать сделку слияния (поглощения) из разных источников, а каждый источник средств имеет свою стоимость как относительную

величину регулярных расходов по обеспечению данного источника. Поэтому целесообразно рассчитать средневзвешенную стоимость капитала:

$$WACC = \sum r_i d_i \quad (5)$$

где: r_i - стоимость i -го источника средств; d_i - удельный вес i -го источника средств в общей их сумме.

Выбор весов может быть руб. основан на учетных (балансовых) оценках эмитентов пассива баланса фирмы, либо на рыночной стоимости различных источников, отраженных в балансе, либо на оценке оптимальной структуры капитала фирмы менеджером. Эти оценки, в конечном счете, становятся целевыми для фирмы.

Если корпорация при выборе источников финансирования слияния использует как собственный, так и заемный капитал, то доходность (рентабельность) собственного капитала может быть повышена за счет привлечения банковских кредитов (эффектом финансового рычага).

Общая формула для расчета эффекта финансового рычага имеет вид:

$$\text{ЭФР} = (1 - C_{\text{нп}}) \times (P_a - \text{СП}_{\text{ф}}) \times \frac{ЗК}{СК} \quad (8)$$

где $C_{\text{нп}}$ - ставка налога на прибыль, доли единицы; P_a - рентабельность активов, %; СП - средняя расчетная ставка процента за кредит; $ЗК$ - заемный капитал, млн. р.; $СК$ - собственный капитал, млн. р.; $(1 - C_{\text{нп}})$ - налоговый корректор (щит); $(P_a - \text{СП})$ - дифференциал финансового рычага; $ЗК : СК$ - коэффициент задолженности.

На последнем этапе целесообразно составить бюджет источников финансирования, привлекаемых для осуществления слияния или поглощения. При составлении бюджета необходимо учесть следующие моменты: во-первых, необходимо определить, какое количество финансовых средств (приблизительно) может понадобиться для осуществления сделки; во-вторых, какие из возможных источников может привлечь компания; в-третьих, вычислить стоимость каждого привлекаемого источника; в-четвертых, ранжировать источники в зависимости от их стоимости и доступности; в-пятых, выбрать наиболее приемлемый вариант сочетания доступных источников.

Третья группа проблем связана с разработкой методических подходов и практических рекомендаций по реализации оценки стоимости слияний и поглощений в современных российских условиях.

Выбор метода оценки слияния является важнейшим моментом, определяющим конечные выгоды от слияния. Рассмотрев существующие методы оценки слияний в рамках доходного подхода (метод дисконтированного денежного потока, прибыли на акцию, капитализации дивидендов), сравнительного подхода (метод отраслевых коэффициентов, сравнимых продаж, метод мультипликаторов), методов экспресс-анализа, автор определил области их применения.

В работе предлагается использование комплексного подхода к оценке слияний, который учитывает следующие факторы: 1) вид интеграции (горизонтальная, вертикальная, конгломератная); 2) тип компании в зависимости от открытости на рынке; 3) дивидендная политика предприятия; 4) конкурентоспособность на мировом рынке; 5) доступная информация. Автором разработаны ре-

комендации по выбору хозяйствующими субъектами адекватного метода оценки слияния, представленные в виде следующего алгоритма:

1) Определение вида интеграции хозяйствующих субъектов (горизонтальное, вертикальное или конгломератное слияние).

2) Осуществление экспресс-анализ для вертикальной интеграции: в зависимости от имеющейся финансовой информации используется Z-метод или MZ-метод.

3) Определение типа компаний в зависимости от открытости компании для рынка. Закрытому акционерному обществу, акции которого недоступны для фондового рынка или не котируются на рынке, рекомендуется использовать метод дисконтирования денежного потока (доходный подход) и метод мультипликаторов (сравнительный подход). Открытое акционерное общество имеет больше возможностей для комплексного анализа оценки слияния, так как может использовать почти все методы, в рамках доходного и сравнительного подходов.

4) Выбор метода оценки в зависимости от дивидендной политики и имеющейся информации. Если перед компанией стоит задача оценить влияние слияния на уровень дивидендов, то кроме дисконтирования денежного потока и определения прибыли на акцию необходимо воспользоваться и методом капитализации дивидендов. Для объективности оценки следует также использовать и методы сравнительного подхода.

5) Проведение анализа слияния с помощью метода отраслевых коэффициентов, если компания является конкурентоспособной на мировом рынке. В противном случае следует использовать метод мультипликаторов.

Процесс построения моделей для определения максимальной цены при принятии решений о слиянии и поглощении автор логично разделяет на восемь этапов.

Во-первых, определяется стоимость покупателя и мишени как отдельных компаний, то есть таких, финансовая отчетность которых отражает все затраты на ведение данного бизнеса и доходы от него. Для определения стоимости поглощаемой компании и компании-мишени необходимо использовать столько методов расчета, сколько позволяет имеющаяся информация. К ним относятся методы расчета на основе прибыли, стоимости активов и рыночных показателей. Рассчитав затем среднее значение из результатов, полученных разными методами, можно определить единый показатель стоимости компании.

Во-вторых, определяется их стоимость после объединения с учетом синергии. Приведенную стоимость чистой синергии можно определить вычитанием из приведенной стоимости объединенной компании с учетом синергии приведенные стоимости поглощаемой компании и мишени по отдельности.

В-третьих, устанавливается первоначальная цена предложения за компанию-мишень. Минимальную цену предложения можно определить либо как приведенную стоимость компании-мишени, рассматриваемой отдельно (PVT), либо как ее текущую рыночную стоимость (MVT), равную текущему курсу акций, умноженному на количество обращающихся акций.

В-четвертых, проясняется, сможет ли поглощающая компания профинансировать сделку. Консолидированная финансовая отчетность поглощающей компании и компании-мишени, уже отражающая синергию, прогоняется через несколько сценариев, чтобы посмотреть, как изменятся такие переменные, как прибыль, долговая нагрузка, кредитные условия и затраты на заимствование.

В-пятых, необходимо выяснить, сколько будут стоить источники финансирования. На этом этапе следует использовать методику выбора источников финансирования, предложенную автором выше.

В-шестых, определяются транзакционные затраты, которые фирма может понести при осуществлении сделки. Необходимо учесть издержки поиска информации, ведения переговоров, измерения, спецификации и защиты прав собственности, оппортунистического поведения, "политизации".

В-седьмых, определяются потенциальные риски, степень их влияния. Сначала надо определить потенциальные риски (ценовой, кредитный, инфляционный, валютный, риск ликвидности), а потом измерить и оценить степень их влияния.

В-восьмых, устанавливается максимально допустимая цена за компанию-мишень.

Автор доказывает, что применение данных методических рекомендаций будут способствовать повышению обоснованности и эффективности управленческих решений при слияниях и поглощениях в современных условиях в России.

СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Статьи в журналах и изданиях, рекомендуемых ВАК:

1. *Ребров Р.А.* Методы оценки слияний и их развитие // Вестник СГСЭУ. 2009. №2 (26) - 0,5 п.л.

2. *Ребров Р.А.* Финансирование слияний и поглощений за счет заемных средств // Вестник СГСЭУ. 2009. №3 (27) - 0,6 п.л.

Статьи и тезисы докладов в других изданиях:

3. *Романенко О.А., Ребров Р.А.* Сделки на рынке корпоративного контроля: основные понятия и российская специфика (в соавторстве) / В сб. науч. трудов по итогам научно-исследовательской работы Саратовского социально-экономического университета в 2007 году "Социально-экономическое развитие России: Проблемы, поиски, решения", Ч. 2. Саратов: СГСЭУ, 2008. - 0,2 п.л.

4. *Ребров Р.А.* Слияние компаний: виды и особенности / В сб. науч. трудов по материалам межвузовской научно-практической конференции "Реализация финансовой, банковской и таможенной политики: современные проблемы экономики и права" / Под ред. Е.В. Покачаловой, О.Ю. Бакаевой. Саратов: Изд-во ГОУ ВПО "Саратовская государственная академия права", 2008. - 0,4 п.л.

5. *Ребров Р.А.* Основные механизмы слияний и поглощений в России с помощью техники внутреннего выкупа компаний / В сб. науч. трудов "Финансовый

механизм экономического роста России" Вып. 2 / Под ред. В.В. Степаненко. / Саратов: СГСЭУ, 2008. - 0,5 п.л.

6. *Ребров Р.А.* Финансирование слияний и поглощений за счет собственного капитала компаний / В сб. науч. трудов "Экономика и управление предприятиями: методы, модели, технологии" / Отв. ред. В.И. Долгий. Саратов: Научная книга, 2008. - 0,6 п.л.

7. *Ребров Р.А.* Слияния и поглощения в условиях экономического кризиса / В сб. науч. трудов по материалам региональной научно-практической конференции молодых ученых "Экономический кризис в России в начале XXI века: проблемы и пути преодоления". Саратов: СГСЭУ. 2009. - 0,3 п.л.

Бумага типогр. №1
Печать офсетная
Заказ 203

Гарнитура "Times"
Уч.-изд. л. 1,0
Тираж 100 экз.

Издательский центр Саратовского
государственного социально-экономического университета.
410003, Саратов, Радищева, 89.

162